

中国联通 (600050)

盈利能力稳健提升，五新联通高质量发展

——2019 年年报点评

	王彦龙 (分析师)	程硕 (分析师)
	010-83939775	010-83939786
	wangyanlong@gtjas.com	chengshuo@gtjas.com
证书编号	S0880519100003	S0880519100002

本报告导读:

维持增持评级；2019 年业绩符合市场预期，5G 及创新应用将成为主要看点；公司混改及发展战略进一步清晰。

投资要点:

- **下调利润预测，维持“增持”评级。**基于用户增长预期调整，我们下调 2020-2021 年净利润为 67.4 亿元 (-19.8%)、91.4 亿元 (-20.9%)，2022 年净利润为 121.5 亿元，对应 2020-2-22 年 EPS 为 0.22 元、0.29 元、0.39 元。考虑到公司 2020-2021 年利润复合增长率为 34%，给予 2020 年 PE 为 34x，下调目标价为 7.48 元，维持“增持”评级不变。
- **盈利能力稳健提升。**2019 年公司实现收入 2905 亿元，同比下降 0.1%；归属净利润 49.82 亿元，同比上升 22.1%；EBITDA 达到 947 亿元，同比增长 11.1%，业绩符合市场预期。
- **5G 及创新应用将是新增长力。**公司正致力于“量”向“质”的转变，2019 年 Q4 移动和宽带接入用户 ARPU 均开始企稳，随着 5G 用户渗透率提升（预计 2020 年底近 10%），整体用户 ARPU 值将加速增长。同时，公司布局工业、交通等重点行业，与头部客户打造典型 5G 场景，政企应用收入将远超消费应用收入。产业互联网领域，公司势头强劲，2019 年收入同比增长 43%，公司坚持推进“云+智慧网络+智慧应用”模式，做深做透重点行业应用，预计未来几年将继续保持稳定高增长。
- **内生改革深化，五新联通高质量发展。**公司持续迭代推进瘦身健体，优化人员结构，引入战投扩大下属公司混改，从现金流、净利率等核心指标可见明显向好变化。公司在未来网络建设方面坚持精准高效投资，5G 网络共建共享将补强网络质量，以及提升投资效益。
- **风险提示：**混改落地或不及预期，5G 投资和应用落地节奏或不匹配。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290,877	290,515	305,310	330,640	360,512
(+/-)%	6%	0%	5%	8%	9%
经营利润 (EBIT)	17,120	17,691	21,922	28,968	33,547
(+/-)%	132%	3%	24%	32%	16%
净利润 (归母)	4,081	4,982	6,741	9,139	12,150
(+/-)%	858%	22%	35%	36%	33%
每股净收益 (元)	0.13	0.16	0.22	0.29	0.39
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	5.9%	6.1%	7.2%	8.8%	9.3%
净资产收益率 (%)	2.9%	3.5%	4.2%	5.3%	6.5%
投入资本回报率 (%)	4.7%	5.3%	6.4%	8.4%	14.3%
EV/EBITDA	1.9	1.7	1.0	0.6	-0.1
市盈率	40.4	33.1	24.4	18.0	13.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 7.48

上次预测: 7.51

当前价格: 5.31

2020.03.24

交易数据

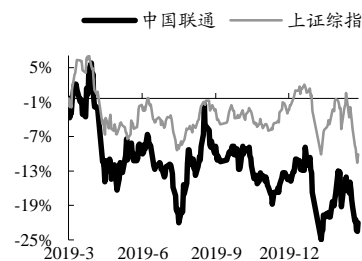
52 周内股价区间 (元)	5.00-7.48
总市值 (百万元)	164,745
总股本/流通 A 股 (百万股)	31,026/21,197
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	68%
日均成交量 (百万股)	170.49
日均成交值 (百万元)	966.59

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	143,327
每股净资产	4.62
市净率	1.1
净负债率	-10.57%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.05	0.05
Q2	0.04	0.06
Q3	0.04	0.06
Q4	0.02	0.05
全年	0.16	0.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-8%	-19%
相对指数	0%	0%	-9%

相关报告

《行业竞争环境改善，业绩提升立竿见影》
2019.12.19

《多重共振拐点至，风好正是扬帆时》
2019.11.24

《混改继续扩大深化，5G 赋能实现价值重估》
2019.11.15

《业绩逐季企稳回暖，静待 5G 迸发潜力》
2019.10.22

《4G 持续高增长，5G 有望超预期》2019.08.01

模型更新时间: 2020.03.24

股票研究

信息技术
电信运营

中国联通 (600050)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **7.48**

上次预测: 7.51

当前价格: 5.31

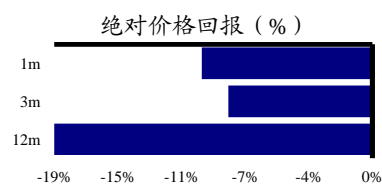
公司网址

www.chinaunicom-a.com

公司简介

公司是经国务院批准的控股公司, 经营范围为电信业的投资。

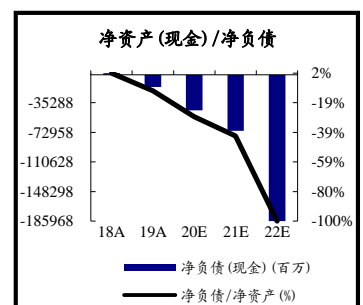
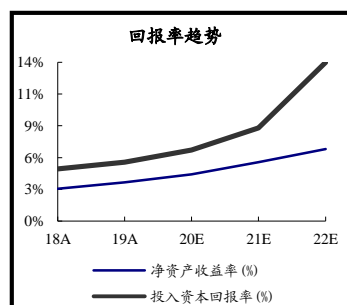
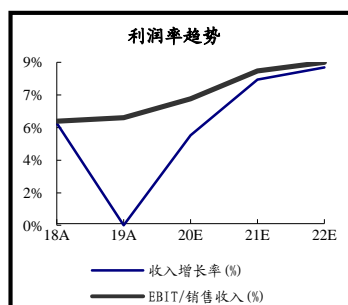
公司拥有覆盖全国、通达世界的现代通信网络, 积极推进固定网络和移动网络的宽带化, 为用户提供全方位、高品质信息通信服务。



52 周价格范围 5.00-7.48
市值 (百万) 164,745

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业收入	290,877	290,515	305,310	330,640	360,512
营业成本	213,586	214,133	221,838	236,144	253,781
税金及附加	1,389	1,236	1,404	1,512	1,442
销售费用	35,170	33,545	34,500	36,241	41,459
管理费用	22,925	22,977	25,646	27,774	30,283
EBIT	17,120	17,691	21,922	28,968	33,547
公允价值变动收益	25	96	20	20	20
投资收益	2,476	2,175	2,609	2,870	3,157
财务费用	-138	717	-1,019	-1,850	-3,739
营业利润	11,921	13,443	22,760	30,899	37,654
所得税	2,775	2,771	5,327	7,222	8,619
少数股东损益	5,220	6,282	11,094	15,040	17,539
净利润	4,081	4,982	6,741	9,139	12,150
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	34,553	38,867	68,010	94,062	208,756
其他流动资产	12,613	13,516	8,000	8,500	9,000
长期投资	39,803	41,479	41,479	41,479	41,479
固定资产合计	383,738	366,552	370,048	374,359	301,950
无形及其他资产	36,901	34,987	32,362	35,185	31,805
资产合计	537,161	525,684	550,121	586,919	631,011
流动负债	170,748	165,849	164,425	174,043	186,446
非流动负债	11,106	12,387	10,990	10,990	10,990
股东权益	140,144	143,327	159,492	171,631	185,782
投入资本(IC)	279,700	267,416	264,255	265,382	182,378
现金流量表					
NOPLAT	13,186	14,198	16,880	22,306	25,999
折旧与摊销	73,575	70,343	93,949	116,355	117,572
流动资金增量	-49,833	197	930	7,507	7,716
资本支出	-55,733	-58,855	-94,416	-122,986	-41,128
自由现金流	-18,806	25,883	17,343	23,182	110,158
经营现金流	91,220	82,012	113,625	143,332	150,828
投资现金流	-61,167	-58,877	-91,787	-120,096	-37,951
融资现金流	-36,550	-32,469	7,304	2,816	1,816
现金流净增加额	-6,497	-9,335	29,143	26,053	114,693
财务指标					
成长性					
收入增长率	5.8%	-0.1%	5.1%	8.3%	9.0%
EBIT 增长率	131.7%	3.3%	23.9%	32.1%	15.8%
净利润增长率	858.3%	22.1%	35.3%	35.6%	32.9%
利润率					
毛利率	26.6%	26.3%	27.3%	28.6%	29.6%
EBIT 率	5.9%	6.1%	7.2%	8.8%	9.3%
净利润率	1.4%	1.7%	2.2%	2.8%	3.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.9%	3.5%	4.2%	5.3%	6.5%
总资产收益率(ROA)	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.7%	5.3%	6.4%	8.4%	14.3%
运营能力					
存货周转天数	4	4	3	3	4
应收账款周转天数	23	24	20	20	22
总资产周转天数	697	668	643	628	617
净利润现金含量	22.35	16.46	16.85	15.68	12.41
资本支出/收入	19%	20%	31%	37%	11%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	35.5%	33.3%	32.9%	32.5%
净负债率	1.7%	-10.6%	-28.3%	-41.5%	-100.1%
估值比率					
PE	40.4	33.1	24.4	18.0	13.6
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.9	1.7	1.0	0.6	-0.1
P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		